

Une évaluation des dépenses fiscales et subventions dans le domaine de la capitalisation des entreprises

An Analysis of Tax Expenditures for Small Firms' Capitalization

Jean-Marc Suret

Volume 69, numéro 2, juin 1993

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/602105ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/602105ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Suret, J.-M. (1993). Une évaluation des dépenses fiscales et subventions dans le domaine de la capitalisation des entreprises. *L'Actualité économique*, 69(2), 17-40. <https://doi.org/10.7202/602105ar>

Résumé de l'article

Depuis 1976, le gouvernement québécois a mis en place plusieurs programmes de subventions et de dépenses fiscales destinés à améliorer la capitalisation des entreprises : le Programme d'aide à la capitalisation, les Sociétés de développement de l'entreprise québécoise, le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec et le volet « développement » du Régime d'épargne-actions du Québec. Nous proposons une analyse avantages-coûts de ces programmes. Le coût fiscal de ces programmes est estimé à 917,35 millions de \$ lorsque les crédits sont accumulés au taux des obligations. La perte d'opportunité des investisseurs, qui est de l'ordre de 215 millions de \$, constitue le coût social. Les programmes ont accru les fonds propres des entreprises de 569,8 millions de \$. Pour le gouvernement, le coût par \$ de capitalisation se situe en moyenne à 1,61 \$. Il varie entre 1,13 et 5,85 \$ en fonction du programme étudié. Si l'on tient également compte des coûts assumés par les investisseurs, on peut estimer le coût total par \$ de capitalisation supplémentaire à 1,99 \$ pour l'ensemble des programmes. Cette étude montre également que seulement 3 des entreprises financées dans le cadre de ces programmes ont été des succès (sur 270 cas étudiés), et que 50 % des titres financés ont perdu plus de 80 % de leur valeur initiale en décembre 1990. Ces résultats paraissent de nature à remettre en question l'intervention de l'État dans le domaine de la capitalisation des entreprises au moyen de dépenses fiscales.

UNE ÉVALUATION DES DÉPENSES FISCALES ET SUBVENTIONS DANS LE DOMAINE DE LA CAPITALISATION DES ENTREPRISES*

Jean-Marc SURET

Groupe de recherche sur l'information financière

Faculté d'administration

Université Laval

RÉSUMÉ — Depuis 1976, le gouvernement québécois a mis en place plusieurs programmes de subventions et de dépenses fiscales destinés à améliorer la capitalisation des entreprises: le Programme d'aide à la capitalisation, les Sociétés de développement de l'entreprise québécoise, le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec et le volet «développement» du Régime d'épargne-actions du Québec. Nous proposons une analyse avantages-coûts de ces programmes. Le coût fiscal de ces programmes est estimé à 917,35 millions de \$ lorsque les crédits sont accumulés au taux des obligations. La perte d'opportunité des investisseurs, qui est de l'ordre de 215 millions de \$, constitue le coût social. Les programmes ont accru les fonds propres des entreprises de 569,8 millions de \$. Pour le gouvernement, le coût par \$ de capitalisation se situe en moyenne à 1,61 \$. Il varie entre 1,13 et 5,85 \$ en fonction du programme étudié. Si l'on tient également compte des coûts assumés par les investisseurs, on peut estimer le coût total par \$ de capitalisation supplémentaire à 1,99 \$ pour l'ensemble des programmes. Cette étude montre également que seulement 3 des entreprises financées dans le cadre de ces programmes ont été des succès (sur 270 cas étudiés), et que 50% des titres financés ont perdu plus de 80% de leur valeur initiale en décembre 1990. Ces résultats paraissent de nature à remettre en question l'intervention de l'État dans le domaine de la capitalisation des entreprises au moyen de dépenses fiscales.

ABSTRACT — *An Analysis of Tax Expenditures for Small Firms' Capitalization.* Since 1976, the Québec Government started several programs of tax expenditures and a grants program to improve small business' capitalisation: the *Programme d'aide à la capitalisation*, the *Sociétés de développement de l'entreprise québécoise* or *SODEQ*, the *Fonds de Solidarité des travailleurs du Québec* and the development part of the Quebec Stocks Saving Plan. This paper presents a cost-benefit analysis of these programs. By the end of 1990, the accumulated value of the tax expenditures and grants is approximately \$ 917.35 millions. The investors' opportunity loss is approximately \$ 215 millions, as estimated by the difference between the observed market value of the investments as of december 1990 and the accumulated value

* Cette recherche a été financée par le Fonds FCAR du Québec. Je remercie K. Belkacem et S. Bisson pour leur aide dans la collecte et la validation des données ainsi que E. Cormier, J.M. Gagnon et J. Roy et les arbitres de cette revue pour leurs commentaires à propos des versions antérieures de ce texte. Je demeure cependant responsable de toute inexactitude.

of the net investment (without the tax credit). The programs increased the market value of small firms' equity by \$ 569.8 millions. For the government, the cost by dollar of equity increase is between \$ 1.13 and \$ 5.85 depending upon the program. The total cost (for government and investors) is \$ 1.99. We also studied the behavior of a sample of 270 firms which benefited from the programs. Only three can be seen as successful. More than 50% of the firms in this sample lost more than 80% of their initial value before the end of 1990. These results call for a close reexamination of the use of tax expenditures in the area of savings reallocation and small and medium firms capitalization.

INTRODUCTION

Depuis 1976, le gouvernement du Québec a mis en place ou subventionné plusieurs programmes ou organismes dont l'un des objectifs était de fournir aux petites et moyennes entreprises les fonds propres dont elles disaient avoir besoin. Les Sociétés de développement de l'entreprise québécoise (SODEQ), le Programme d'aide à la capitalisation (PAC), le volet «entreprises en développement» du RÉAQ (RÉAQ-D), le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec (FSTQ) et les Sociétés de placement dans l'entreprise québécoise (SPEQ) ont été successivement inaugurés. À l'exception du PAC, ces diverses initiatives constituent des dépenses fiscales, c'est-à-dire des programmes par lesquels le gouvernement choisit de ne pas percevoir des montants d'impôts dus en vertu de la Loi de l'impôt, pour promouvoir des objectifs particuliers¹. Ces programmes ont donc provoqué des coûts fiscaux. Ils ont également généré des coûts sociaux puisque les investisseurs, attirés par les crédits d'impôt, ont subi des pertes considérables. L'objectif de cette étude est de déterminer à quel coût a été obtenu l'avantage recherché, soit l'augmentation de la capitalisation des entreprises de petite taille. Il s'agit donc d'une analyse coûts-avantages, qui complète les rares études consacrées aux programmes québécois de dépenses fiscales. Ces travaux antérieurs ont surtout analysé l'impact des dépenses fiscales sur le fardeau fiscal et sur sa répartition [Jobin et Dufour, 1985; Payette et Vaillancourt, 1986]. Seul Boucher (1985) a étudié les coûts et les avantages du RÉAQ. Son étude porte toutefois sur les années antérieures à 1983, au moment où ce programme était orienté vers les titres de grandes entreprises et visait surtout la réduction du fardeau fiscal des contribuables à revenu élevé.

Les dépenses fiscales constituent un sujet d'étude important, pour plusieurs raisons. En premier lieu, elles représentent des pourcentages croissants des recettes des gouvernements. Au Canada, elles sont passées de 1,37 milliard de \$ en 1971 [Maslove, 1980] à 28 milliards de \$ en 1986, d'après le Rapport du Vérificateur Général. En second lieu, il s'agit souvent de dépenses cachées puisqu'en dépit de leur importance, elles n'apparaissent pas dans la comptabilité de plusieurs gouvernements, dont celui du Québec. Enfin, leur efficacité est souvent remise en cause. Elles auraient peu d'impact, notamment lorsqu'il s'agit de modifier les décisions

1. Le premier budget des dépenses fiscales a été introduit aux États-Unis en 1968. Depuis 1974-75, les budgets américains contiennent un estimé des dépenses fiscales. Voir Surrey et Daniel (1985) pour une analyse détaillée de ce concept et Jobin et Dufour (1985) pour une bibliographie détaillée et une étude des dépenses fiscales au Québec.

d'épargne des particuliers, mais génèrent des inefficacités [Surrey et McDaniel, 1985: 82-87]. De plus, elles compliquent la Loi de l'impôt et incitent les individus à entreprendre des efforts peu productifs pour limiter leur fardeau fiscal [Daly, Jung et Schweitzer, 1986].

L'étude proposée consacre une section à chacun des programmes de dépenses fiscales pour lequel des données suffisantes sont disponibles: SODEQ, RÉAQ-D et FSTQ. Une section est également dévolue au PAC qui, bien qu'il ne constitue pas une dépense fiscale, présente des objectifs et des clientèles similaires à ceux du RÉAQ-D. Cette vue d'ensemble des divers programmes liés à la capitalisation des entreprises comprend l'évaluation de l'impact sur les fonds propres des entreprises, l'estimation des coûts fiscaux et celle des pertes d'opportunité encourues par les investisseurs. La rentabilité privée des divers programmes, qui a fait l'objet d'études antérieures [Suret, 1990], n'est toutefois pas analysée.

L'étude commence par un rappel des raisons qui ont amené la création des divers programmes et par l'exposé du cadre d'analyse. Elle se termine par une récapitulation qui montre l'inefficacité de ces programmes. Chaque dollar de capitalisation supplémentaire qui subsiste à la fin de 1990 a coûté 1,61 \$ aux gouvernements en recettes fiscales perdues. Les investisseurs ont subi des pertes d'opportunité évaluées à 215 millions de \$, ce qui porte le coût de chaque dollar de capitalisation à 1,99 \$.

1. ORIGINE ET OBJECTIFS DES PROGRAMMES

Divers documents budgétaires permettent de comprendre l'origine des programmes d'aide à la capitalisation. Delisle (1985) écrit (*qu'*) *une saine capitalisation apparaît comme une condition nécessaire, mais non suffisante, à la croissance et au redéploiement de l'économie québécoise par l'investissement, l'intégration de nouvelles technologies plus efficaces, la conquête de nouveaux marchés et l'accroissement de la taille des entreprises*. Or, il semble exister un «problème de sous-capitalisation des PME»². La rareté des fonds propres dans la structure financière des PME est soulignée dans le rapport de la Chambre de commerce du Québec, dès 1974. S'appuyant sur diverses études antérieures, les auteurs notent *les carences du marché financier en ce qui a trait au financement de l'expansion des entreprises canadiennes et particulièrement des PME*. Ces carences provoquent un coût élevé du financement par fonds propres, qui détourne les entreprises de ce mode de financement: *dans la dynamique de croissance d'une entreprise, on constate, en outre de la phase de démarrage, une déficience susceptible d'entraîner un coût élevé du financement par fonds propres externes à deux moments cruciaux, soit lors du premier appel public à des fonds propres privés, et lors du premier appel public à l'épargne...* (Budget 1985-1986: A-32). Enfin, le discours sur le Budget 1983-84

2. Pour une étude détaillée de ce phénomène, voir Saint-Pierre et Suret (1987) et le Rapport de la Commission sur la capitalisation des entreprises (1984).

rapporte (p. 22): *le problème de la sous-capitalisation des entreprises reste endémique. Il faut, de toute évidence, inciter davantage, d'une part, les entreprises à augmenter leur capital-actions et d'autre part, les particuliers à acheter ces actions...*

La création des programmes d'aide découle donc simultanément de la volonté de stimuler la croissance économique et du constat posé quant à la structure financière des PME. L'endettement élevé des PME est considéré comme néfaste car il limite les possibilités de croissance et entraîne une fragilité élevée des firmes aux récessions ainsi qu'aux hausses des taux d'intérêt. Ce manque de fonds propres est attribué aux carences des marchés financiers, incapables de satisfaire à un coût raisonnable la demande de fonds propres provenant des entreprises de petite taille. L'objectif premier des divers programmes est donc l'amélioration de la base de capital permanent de ces entreprises. Il s'agit exactement de l'objectif défini pour le RÉAQ dans le discours sur le budget de 1979 alors que les SODEQ ont pour but *l'investissement dans la PME manufacturière sous forme d'acquisition d'actions ou de prêts non garantis*. L'objectif premier du FSTQ semble un peu différent: il s'agit de *faire des investissements dans des entreprises québécoises et de leur fournir des services dans le but de créer, maintenir ou sauvegarder des emplois* (Loi 192, II.13). L'investissement comprend toute forme de financement, mais la part des placements non garantis doit représenter en moyenne au moins 60% de l'actif de FSTQ pour l'année précédente. Le but du gouvernement est donc clair: il s'agit d'augmenter la proportion des fonds propres dans la structure financière des entreprises, en assimilant toutefois les prêts non garantis au financement permanent. Enfin, le PAC est mis en place pour *inciter les entreprises à augmenter leur capital-actions par le truchement d'émissions dans le grand public* (Discours sur le Budget, 1983). Les avantages des différents programmes d'aide étudiés ici peuvent donc être mesurés par l'augmentation des capitaux permanents des entreprises de petite taille opérant au Québec.

2. CADRE D'ANALYSE

L'analyse coûts-avantages menée ici se limite à l'étude des effets directs et tangibles des différents programmes [Anderson et Settle 1985]. Comme Bird *et al.* (1985), nous distinguons les coûts sociaux des coûts fiscaux, qui incluent les quelques subventions accordées au FSTQ et dans le cadre du PAC. Les coûts sociaux sont représentés par la perte d'opportunité des investisseurs. L'efficacité des différents programmes est évaluée à l'aide de ratios qui indiquent le coût de chaque dollar de capitalisation supplémentaire. Le cadre d'analyse utilisé est donc similaire à celui employé par Bernstein (1986) à propos des dépenses de R&D ou par Gera (1987) pour la création d'emploi.

2.1 Le coût fiscal

Le coût d'un programme de dépenses fiscales correspond à la différence entre les revenus fiscaux qui auraient été perçus s'il avait été exclu de la liste des dépenses

fiscales autorisées et le montant effectivement reçu par le Ministère du Revenu³. L'estimation de ce coût demande que l'on pose plusieurs hypothèses [Jobin et Dufour, 1985: 97]. Premièrement, une seule déduction à la fois est exclue et cette exclusion n'a pas d'effet sur les autres déductions. Par exemple, on ne tiendra pas compte du fait que l'abolition du RÉAQ pourrait entraîner une augmentation des contributions au REÉR. Deuxièmement, les taux marginaux d'impôt ne changent pas à la suite de l'exclusion de la déduction, qui n'amène pas de modifications sensibles au revenu brut des particuliers. Ces hypothèses sont nécessaires afin d'éviter de recourir à des modèles d'équilibre général et sont communes à l'ensemble des évaluations du coût des dépenses fiscales. Ce coût peut généralement être évalué à l'aide des statistiques fiscales des gouvernements; c'est ce qui a été fait dans le cas du FSTQ. Lorsque cette source de données est insuffisante, l'estimation se fait en multipliant les montants admissibles par le pourcentage de déduction autorisé puis par le taux marginal d'impôt [Jobin et Dufour, 1985]. Cette seconde technique a été utilisée pour estimer le coût des SODEQ et du RÉAQ-D. Par ailleurs, certains coûts supportés par les gouvernements ne sont pas de nature fiscale. Il s'agit ici de subventions ou de prêts sans intérêts, dont l'importance relative est faible. Ils ne sont donc pas distingués des coûts fiscaux.

Afin de disposer d'une évaluation simultanée du coût et des impacts des programmes, leur coût annuel a été cumulé jusqu'au 31 décembre 1990. Nous employons donc la méthodologie utilisée par Dufour et Racette (1986). Cette approche repose sur l'idée qu'à défaut de promouvoir la capitalisation, le gouvernement aurait pu investir les fonds dans l'économie où ils auraient généré un taux de rendement «social» que Dufour et Racette situent entre 4 et 10 % en termes réels. Compte tenu de l'incertitude qui entoure ce taux et dans la mesure où le budget du gouvernement du Québec a été constamment déficitaire au cours de la période étudiée, nous considérons ici que ces dépenses fiscales ont été entièrement financées par emprunt, et les montants ont été cumulés au taux moyen des obligations provinciales⁴. Dans la mesure du possible, nous tenons compte du fait que certains placements ont bénéficié de plusieurs programmes.

2.2 *Le coût social*

De façon générale, les titres émis dans le cadre des programmes ont eu un taux de rendement inférieur à celui de placements comparables. La différence entre la richesse accumulée par les investisseurs qui ont acquis ces titres et celle qu'ils

3. Dans le cas du REÉR, les revenus fiscaux sont reportés et non définitivement perdus. Toutefois, si le taux d'actualisation est de 12%, le report d'1 \$ de revenu fiscal pour 25 ans lui fait perdre 94% de sa valeur. Comme il est en outre possible de convertir les fonds accumulés dans un REÉR pour reporter encore l'imposition lors de la retraite, ce report a été assimilé à un crédit.

4. Un taux nominal a été employé pour permettre la comparaison des coûts et de la valeur accumulée des placements en capital-actions, qui se sont appréciés au fil des ans. L'emploi d'un taux réel pour accumuler les coûts aurait demandé que l'on dégonfle la valeur des placements et les résultats exprimés sous forme de coût par \$ de capitalisation auraient été similaires.

auraient pu accumuler à l'aide de titres de même niveau de risque, au cours de la même période, constitue une perte d'opportunité. Elle mesure le coût social tangible des programmes. Le coût social dépend donc des placements choisis aux fins de comparaison, qui sont représentés par un indice. Comme il n'existe pas d'indice composé de titres de PME, les calculs sont effectués à l'aide de l'indice TSE 300, puis à l'aide d'un indice équipondéré qui tient compte du rendement de l'ensemble des titres inscrits à la Bourse de Toronto. Un tel indice accorde moins de poids aux grandes entreprises que ne le fait le TSE 300. Son niveau de risque se rapproche donc de celui des titres étudiés. Toutefois, les titres émis dans le cadre des programmes sont moins liquides, moins capitalisés et plus risqués que la moyenne des titres qui composent l'indice utilisé. La perte d'opportunité rapportée ici sous-évalue donc la perte réelle.

2.3 *Les coûts intangibles*

Les coûts des dépenses fiscales sont partiellement intangibles. En effet, divers groupes de pression dépensent temps et argent pour obtenir ces programmes. De plus, les programmes doivent être conçus, mis en place et administrés. Enfin, ils rendent la Loi de l'impôt plus complexe. Cette partie des coûts, supportée par les gouvernements et par les contribuables, n'est pas mesurable. L'analyse présentée ici sous-évalue donc les coûts totaux des divers programmes.

2.4 *L'avantage des programmes*

L'avantage des programmes étudiés est mesuré par l'augmentation de la part des fonds propres dans le financement des entreprises visées. L'évaluation de cet accroissement pose divers problèmes, liés à l'emploi des fonds par les intermédiaires et par les entreprises, à la perte de valeur des placements et à l'impossibilité d'évaluer l'effet net des programmes. Un processus séquentiel, illustré par l'encadré 1, a été employé. L'origine des valeurs numériques, qui diffère suivant les programmes, est décrite dans les sections consacrées à chacun d'entre eux.

Au point de départ se trouve l'investissement effectué par les contribuables, pour lequel ils obtiennent un crédit d'impôt. Ce «montant versé par les investisseurs» est transmis à un intermédiaire: courtier (pour le RÉAQ-D), SODEQ ou FSTQ. Cet intermédiaire capture une partie des fonds sous forme de rémunération pour financer ses coûts de fonctionnement. Il effectue également des placements dits «de portefeuille», sans liens avec l'objectif de capitalisation. Ces investissements sont composés d'obligations gouvernementales ou de titres de grandes entreprises. Le solde est placé dans les entreprises visées, sous forme de placements non garantis⁵; il est noté *valeur comptable des placements*.

5. Bien que certains programmes restreignent leur objectif au seul financement pour capital-actions, nous avons considéré que tout placement non garanti satisfait aux objectifs généraux des programmes d'aide à la capitalisation.

Lorsque l'entreprise reçoit des fonds, elle peut en affecter une partie au rachat d'actions existantes. Si la totalité des fonds est attribuée à cette fin, l'investissement est sans impact sur la capitalisation. Le montant qui n'est pas utilisé pour acheter des titres déjà émis donne la *valeur comptable de l'augmentation des fonds propres* ou VCAFP.

À partir du moment où ils sont investis, les fonds s'apprécient ou se déprécient, en fonction de la qualité des projets qu'ils ont financé. La valeur marchande des placements, évaluée au 31 décembre 1990, est donc employée pour mesurer l'impact réel des programmes sur la capitalisation des entreprises. Cette *valeur marchande de l'augmentation des fonds propres* (VMAFP) est mesurée de trois façons différentes: par le prix au marché, la valeur comptable ou le coût d'acquisition.

Le prix au marché, à la fermeture des transactions de décembre 1990, est employé pour tous les titres inscrits en Bourse. C'est le cas de la majorité des titres RÉAQ-D et de quelques placements du FSTQ. La valeur comptable est utilisée lorsque les états financiers ont pu être consultés; c'est le cas des placements des SODEQ. Une valeur comptable nulle a été attribuée aux entreprises en faillite. Pour les autres, la valeur nette a été utilisée. Enfin, le coût d'acquisition a dû être employé lorsque l'information sur la valeur comptable est inexistante. C'est le cas de la majorité des placements du FSTQ.

2.5 Mesures de performance

Les quantités estimées permettent le calcul de trois mesures de performance des programmes: il s'agit de l'indice brut, du coût fiscal par \$ de capitalisation et du coût total par \$ de capitalisation. L'indice brut s'obtient en divisant la VCAFP par le montant total des crédits et subventions, non capitalisés. Cette quantité ne tient pas compte de l'appréciation ou de la dépréciation des montants, et n'indique que

ENCADRÉ 1

DÉTERMINATION DE L'EFFET NET DES PROGRAMMES

Montant versé par les investisseurs

- Montant capturé par les intermédiaires
- Autres frais

= **Valeur comptable des placements**

- Montant employé par l'entreprise au rachat d'actions

= **Valeur comptable de l'augmentation des fonds propres (VCAFP)**

- + Appréciation ou
- Dépréciation

= **Valeur marchande de l'augmentation des fonds propres (VMAFP)**

- Valeur marchande de l'augmentation des fonds propres en l'absence du programme

= **Effet net du programme**

l'efficacité technique de chaque programme. Le principal avantage de cet indice tient à son insensibilité aux problèmes d'estimation des valeurs marchandes. Le coût fiscal par \$ de capitalisation est calculé en divisant la VMAFP par la valeur cumulée des crédits et subventions. Ce coût constitue l'indicateur de performance de l'action gouvernementale. Enfin, le coût total par \$ de capitalisation est calculé en divisant la VMAFP par la valeur cumulée des crédits et subventions à laquelle s'ajoute la perte d'opportunité des investisseurs. Il s'agit donc d'un estimateur global de la performance des programmes. Les indicateurs ont été estimés pour chaque programme et pour l'ensemble.

Il est évidemment difficile d'établir une norme de comparaison qui permettrait de situer le niveau d'efficacité des programmes. La situation de l'allocation de l'épargne, du déficit gouvernemental et de la capitalisation en l'absence des programmes ne sont pas observables, et ne peuvent donc servir de base de comparaison. Il est cependant possible d'imaginer des programmes d'aide à la capitalisation dont le coût total par \$ de capitalisation serait de 1 \$. Il suffirait pour cela d'un programme de subvention qui accorderait aux entreprises, un an ou deux après l'émission, une subvention égale à un pourcentage donné de la valeur marchande de cette émission. Un tel programme serait d'autant plus avantageux que l'entreprise investit dans des projets rentables et ne coûterait rien aux investisseurs. Nous pouvons donc considérer que tout programme dont le coût total par \$ de capitalisation dépasse 1 \$ est inefficace⁶.

3. LES SODEQ

Annoncées dans le Discours sur le Budget d'avril 1975, les SODEQ sont créées un an plus tard. Leur objectif principal est l'investissement dans les PME manufacturières. L'investissement maximal dans une PME est limité à 250 000 \$. Les placements admissibles doivent atteindre 75% du capital souscrit à la fin du troisième exercice. Enfin, les investisseurs reçoivent un crédit d'impôt égal à 25% du coût d'acquisition des actions de SODEQ. À partir de 1979, les actions des SODEQ sont émises dans le cadre du RÉAQ. Elles peuvent donc être déduites du revenu imposable et générer un crédit supplémentaire proportionnel au taux marginal d'impôt des contribuables⁷.

Le programme démarre en 1978 avec des souscriptions de 788 000 \$. Les années suivantes, les souscriptions sont de 3,6, 6,2, 7,3 puis 4,7 millions \$ (M\$). En 1983,

6. Un congé d'impôt sur les bénéfices réinvestis aurait un indice brut de 1 \$, mais le coût total par \$ de capitalisation dépendrait de l'affectation de ces fonds. Il serait inférieur à 1 pour 1 pour toute entreprise dont le taux de rendement sur les fonds propres dépasse le taux des obligations gouvernementales.

7. Les rapports de la CVMQ (Rapports Martin) rapportent des émissions de la part des SODEQ pour chacune des années de 1979 à 1993, dans la catégorie des autres firmes, pour un total qui excède largement le montant de capital-actions que l'on trouve aux états financiers de ces entreprises. Il semble que les rapports Martin récapitulent les émissions prévues et que celles-ci n'aient pas été entièrement souscrites dans le cas des SODEQ.

les souscriptions tombent à 1,3 M\$. 1984 marque la fin de l'expérience avec le dépôt de la Loi 55, qui assujettit les SODEQ à la partie IA de la Loi des compagnies. Toutefois, les investisseurs n'ont généralement pu liquider leurs placements avant 1986. À la différence des autres programmes, les SODEQ ont donc été évaluées au 31 décembre 1986.

3.1 *L'impact des SODEQ*

Les rapports annuels des SODEQ sont récapitulés au volet A du tableau 1. Les investissements doivent être divisés en placements admissibles, explicitement prévus par la Loi, et non admissibles, le plus souvent composés d'obligations gouvernementales. Les SODEQ ont recueilli environ 24 M\$. 10,9 M\$ ont été placés sans garanties dans 90 PME. En l'absence de données relatives à l'utilisation de fonds par les entreprises, nous avons considéré qu'aucune action déjà émise n'avait été rachetée. La VCAFP est donc évaluée à 10,9 M\$.

Dans le cadre d'une étude réalisée pour le gouvernement du Québec [Saint-Pierre et Suret, 1984], les états financiers de 87 des 90 placements effectués par les SODEQ ont été évalués. À la fin de 1983, ces placements avaient une valeur comptable de 7,3 M\$ et leur valeur marchande était estimée à 4,3 M\$, montant qui correspond à la VMAFP⁸. Parmi les 87 placements analysés, 55 pouvaient être considérés comme des échecs, l'avoir des actionnaires étant négatif ou nul lorsque la faillite n'était pas encore survenue. Dix placements seulement avaient une valeur comptable supérieure au coût d'acquisition, et un seul avait eu un taux d'appréciation supérieur à celui du TSE 300.

3.2 *Les coûts des SODEQ*

Le coût fiscal

Dans la mesure où les émissions des SODEQ ont été faites en grande partie dans le cadre du RÉAQ, il faut tenir compte des deux types de crédits d'impôt. Toutefois, les statistiques fiscales ne permettent pas une évaluation directe du coût des SODEQ. Le volet B du tableau 1 présente donc une estimation des crédits accordés par le fisc québécois en vertu des programmes SODEQ et RÉAQ, sous l'hypothèse que la totalité des crédits a été réclamée dans le cadre de chacun des programmes. Les déductions SODEQ s'élèvent à 5,97 M\$ et celles obtenues dans le cadre du RÉAQ peuvent être estimées à 6,90 M\$. L'accumulation de ces montants au taux moyen des obligations provinciales permet d'évaluer le coût fiscal, à la fin de 1986, à 25,14 M\$. Ce montant représente l'accroissement du déficit accumulé de la province en raison de ce programme d'aide (si l'on admet que le programme n'a pas provoqué d'augmentation de recettes fiscales).

8. L'écart entre 10,9 et 7,3 M\$ est imputable aux radiations. Ces estimations ont été confirmées par les évaluations du Ministère de l'Industrie et du Commerce du Québec et par celles de cabinets comptables faites en 1984 à l'occasion de la fusion de plusieurs SODEQ.

TABLEAU 1
PRINCIPALES DONNÉES RELATIVES AUX SODEQ

Volet A: les SODEQ et le financement des PME (montants en millions de \$)							
Souscriptions reçues de 1979 à 1983:							23,888
Placements admissibles effectués (VCAFP):							10,937
Placements admissibles réalisés:							0,670
Placements admissibles radiés:							2,753
Perte de valeur comptabilisée:							0,178
Valeur comptable des placements admissibles:							7,336
Valeur marchande des placements admissibles (VMAFP):							4,300
Volet B: Évaluation du coût des SODEQ							
Année	Montant émis (M\$)	Taux d'impôt (%)	Crédit SODEQ (M\$)	Crédit RÉAQ (M\$)	Crédits totaux (M\$)	Taux obligataire (%)	Crédits accumulés (M\$)
1978	0,79	29,7	0,20	0,00	0,20	8,8	0,53
1979	3,60	29,7	0,90	1,07	1,97	10,74	4,77
1980	6,20	29,8	1,55	1,85	3,40	10,74	7,28
1981	7,30	30,1	1,82	2,20	4,02	13,02	7,43
1982	4,70	30,2	1,17	1,42	2,59	15,95	4,15
1983	1,30	27,8	0,33	0,36	0,69	15,40	0,98
1984	0,00	30,2	0	0	0,00	12,62	
1985	0,00	27,4	0	0	0,00	11,64	
1986	0,00	26,1	0	0	0,00	10,03	
TOTAL	23,89		5,97	6,90	12,87		25,14

Les montants émis ont été relevés dans les états financiers des SODEQ. Le taux marginal d'impôt est celui des investisseurs qui ont participé au RÉAQ, tel que publié dans Martin (1987: 21). Le crédit SODEQ est obtenu en multipliant les montants émis par 0,25, alors que le crédit RÉAQ est calculé en multipliant le montant émis par le taux d'impôt marginal moyen. Le crédit accumulé est obtenu en accumulant les crédits annuels au taux des obligations, pour chacune des années suivant celle de l'émission, jusqu'en 1986.

Le coût social

Au lieu d'acquérir des actions de SODEQ, les investisseurs auraient pu acheter des parts d'un fonds indicé sur l'ensemble des titres inscrits à la Bourse de Toronto. Ils auraient alors accumulé, au 31 décembre 1986, un montant de 31,5 M\$, si l'on tient compte de la perte de crédits d'impôt. Comme les actionnaires des SODEQ ont récupéré environ 20 M\$ en 1986, (après déduction des crédits d'impôt), leur perte d'opportunité peut être estimée à 11,5 M\$. Elle est de 9,5 M\$ si l'indice TSE 300 est employé. Le coût total du programme est donc de $25,14 + 11,5 = 36,64$ M\$.

3.3 Mesures de performance

Au 31 décembre 1984, les placements effectués par les SODEQ avaient augmenté les fonds propres des entreprises québécoises de 10,9 M\$, mais il n'en subsistait plus que 4,3 M\$. Le rapprochement des coûts et des impacts permet de calculer les indices de performance récapitulés au tableau 4. L'indice brut (VCAFP/crédits bruts) est de 1,18. Il nous indique que le fisc a dû accorder 1,18 \$ de crédits pour qu'un \$ se retrouve sous forme de capital de risque dans une entreprise admissible. Le coût fiscal par \$ de capitalisation (VMAFP/coût fiscal) subsistant à la fin du programme est de 5,85 \$, et le coût total (VMAFP/coût total) s'élève à 8,52 \$. Chaque \$ de capitalisation subsistant en 1986 a donc coûté 8,52 \$. Peu efficaces, les SODEQ n'ont placé qu'une faible proportion des fonds recueillis et l'ont fait dans des entreprises peu rentables.

4. LE PROGRAMME D'AIDE À LA CAPITALISATION

Le programme d'aide à la capitalisation est né de la constatation du coût élevé des premiers appels publics à l'épargne. Certains de ces coûts, tels la rémunération du courtier et les frais d'étude et de préparation des prospectus, sont directs et facilement mesurables. D'autres, comme la sous-évaluation initiale du prix des titres, sont indirects. Ce phénomène, encore mal expliqué, implique que les nouvelles émissions sont introduites sur le marché à un prix inférieur au prix qui s'établira sur le marché. Il s'agit d'un coût d'émission supplémentaire, car l'entreprise se voit privée d'une partie de la valeur marchande des titres. Cette sous-évaluation est généralement de l'ordre de 15 à 20%, mais ne semble pas affecter les titres émis dans le cadre du RÉAQ [Suret, Cormier et Lemay, 1990].

Le PAC est donc introduit par le Budget du 10 mai 1983, pour réduire les coûts du premier appel public à l'épargne. Il comporte deux volets, soit une aide à l'étude de faisabilité limitée à 10 000 \$ et une subvention dont le montant maximal est fixé à 400 000 \$⁹. En 1984, le Rapport de la Commission québécoise sur la capitalisation des entreprises recommande de limiter ces subventions à une proportion des coûts

9. L'aide correspondait à 75% des premiers 200 000 \$ d'actions émises et payées, 50% pour la tranche entre 200 000 \$ et 400 000 \$ et 25% pour celle de 400 000 \$ et plus, sans excéder 1 M\$.

effectivement assumés par l'entreprise lors de l'émission et le programme est modifié en ce sens avant d'être aboli, en 1987. Il ne semble pas exister de données publiques sur ce programme, qui a été évalué à l'aide d'une analyse systématique des prospectus d'émission émis entre 1983 et 1986.

Les 52 subventions dont il a été possible de trouver une trace représentent un montant total de 17,7 M\$. Elles ont couvert 61 % des coûts des émissions qui ont recueilli, au total, 222,6 M\$. Il faut cependant établir une distinction entre deux groupes d'entreprises. Le premier est composé de firmes qui sont restées fermées après avoir profité du PAC et du RÉAQ. Les secondes se sont inscrites en Bourse. Dans le cas des entreprises demeurées fermées, le programme semble avoir donné lieu à des abus manifestes. Plusieurs entreprises ont émis des montants de 400 000 \$ et ont reçu pour couvrir les frais d'émission des montants équivalents au produit brut de l'émission. Au total, 14 entreprises de ce type ont reçu des subventions de 374 000 \$ pour couvrir des frais d'émission trois fois moindres, en relation avec des émissions d'un montant total de 729 000 \$. Les crédits d'impôts et subventions représentent 123 % de l'accroissement de la capitalisation imputable à ces émissions. La situation paraît moins anormale lorsque l'on s'intéresse à l'ensemble des subventions. Il n'en reste pas moins que les crédits et subventions ont totalisé 111,4 M\$, alors que l'accroissement des fonds propres n'a été que de 184,7 M\$. Il semble donc s'agir d'une forme relativement généreuse de support aux entreprises.

Comme les entreprises admissibles au PAC ont également profité du RÉAQ, les indices de performance sont calculés simultanément pour les deux programmes.

5. LE RÉAQ

Créé en 1979, le RÉAQ devait réduire le fardeau fiscal des contribuables à revenu élevé et faciliter l'accroissement du capital permanent des entreprises. En offrant aux investisseurs la possibilité de déduire de leur revenu imposable le coût de certaines actions à condition de les détenir durant deux années, le gouvernement a, de plus, stimulé la détention de titres boursiers¹⁰. En modulant le pourcentage du coût d'acquisition qui pouvait être déduit, les retombées du programme ont pu être orientées vers des groupes particuliers d'entreprises. Les émissions des sociétés importantes et intermédiaires ont essentiellement servi à réduire le fardeau fiscal et à favoriser la détention d'actions. En effet, les problèmes de sous-capitalisation ne sont généralement pas invoqués pour cette catégorie de firmes. Notre étude porte donc essentiellement sur les émissions classées dans les catégories «entreprises en voie de développement» (EVD) et «autres entreprises», dont l'actif était inférieur

10. L'objectif d'accroissement de la proportion de l'épargne des Québécois composée d'actions a été atteint, puisque la valeur des actions par rapport à l'actif financier est passée de 3,8 % à 9,3 % entre 1977 à 1984, au Québec. Comme cet accroissement a entraîné un appauvrissement des Québécois de plusieurs M\$, il est difficile de porter cet élément à l'actif du programme. L'objectif de réduction du fardeau fiscal a lui aussi été atteint, puisque les recettes fiscales ont été amputées de 812 M\$ entre 1979 et 1988. Une réduction des taux aurait cependant pu avoir le même effet.

à 25 M\$ lors de l'émission. Ces catégories comprennent 211 émissions dont le produit total s'élève à 1054,55 M\$¹¹.

Seulement 179 de ces 211 entreprises se sont inscrites en Bourse. Les prospectus ont pu être obtenus pour 130 de ces émissions, qui représentent 71 % des fonds prélevés dans le cadre du programme. Les diverses quantités nécessaires à l'analyse sont estimées à l'aide de cet échantillon, puis inférées à l'ensemble des émissions. Le produit brut, le prix d'émission et la déduction accordée au titre proviennent des listes de la CVMQ et de la Bourse de Montréal. Les frais d'émission, ainsi que le montant et l'utilisation du produit net ont été relevés dans les prospectus. Le Bulletin quotidien de la Bourse de Montréal a permis de tenir compte des fusions, faillites, rachats et changement de noms, puis de relever les prix de clôture au 31 décembre 1990. Les bases de données FRI (Trademarket) et Ruban Laval ont été employées pour relever les indices des marchés aux dates d'émission alors que les taux d'impôt des contribuables utilisateurs du RÉAQ proviennent de Martin (1987).

5.1 *Les coûts du RÉAQ-D*

Le coût fiscal

Le volet A du tableau 2 illustre le calcul du coût fiscal qui comporte trois étapes. En premier lieu, la déduction est calculée en multipliant le produit brut de chaque émission par le pourcentage de déduction qui lui était attribué. Le total des déductions dépasse celui des produits bruts car plusieurs émissions ont bénéficié d'un taux de déduction de 150%. Dans une seconde étape, les déductions sont regroupées par année et multipliées par le taux d'impôt marginal moyen, pour obtenir le crédit. Ceux-ci sont ensuite accumulés au taux des obligations provinciales. Le gouvernement du Québec a accordé 314,8 M\$ de crédits dans le cadre de ce programme, dont le coût fiscal accumulé est estimé à 515,9 M\$.

Le coût social

Le volet B du tableau 2 montre que la valeur des émissions qui ont été suivies d'entrées en Bourse était de 456,35 M\$ au 31 décembre 1990. Au lieu d'acquérir les actions offertes dans le cadre du programme, les investisseurs auraient pu placer des montants identiques (moins le crédit d'impôt) dans un portefeuille indicé. Si l'indice avait été le TSE 300, ils auraient accumulé une richesse de 748,14 M\$. La différence entre ces deux quantités mesure la perte d'opportunité des investisseurs. Elle s'élève à 291,79 M\$, ce qui représente 28,4 % du produit brut. Rapportée à la totalité des émissions, cette proportion permet d'estimer à 299,5 M\$ la perte

11. Martin (1988) liste 196 émissions différentes dans la catégorie EVD et 17 parmi les autres entreprises, pour des montants respectifs de 1087,1 et 20,3 M\$. Les 25 émissions SODEQ ont été exclues car elles sont prises en compte dans la section précédente. Deux émissions listées par Martin ont été exclues. En effet, l'émission de Cabano a été retirée et celle d'Unigesco, qui porte sur 60 M\$, doit être classée parmi celles des entreprises intermédiaires.

TABLEAU 2
ÉVALUATION DU RÉAQ-D

Volet A: Estimation du coût fiscal						
Année	Produit brut émissions (M\$)	Déductions (M\$)	Taux d'impôt (%)	Crédits (M\$)	Taux des obligations (%)	Crédits accumulés (M\$)
1979	0,60	0,75	29,7	0,22	10,74	0,81
1980	0,60	0,60	29,8	0,18	13,02	0,58
1981	7,23	7,23	30,1	2,17	15,75	6,07
1982	0,00	0,00	30,2	0,00	15,40	0,00
1983	54,79	82,18	27,8	22,85	12,62	49,10
1984	115,93	169,89	30,2	51,31	15,75	95,26
1985	208,34	276,05	27,4	75,64	11,64	125,79
1986	456,19	432,85	26,1	112,97	10,03	170,76
1987	210,87	197,78	25,0	49,45	10,61	67,57
1988					10,84	
1989					10,48	
1990					11,59	
Total	1054,55	1167,34		314,79		515,94

Volet B: Sommaire des placements réalisés

Situation de l'émission au 31/12/90	Nombre	Produit brut des émissions (M\$)	Valeur au 31/12/90 (M\$)
Société fermées	32	25,31	na
Sociétés ouvertes			
En faillite	12	46,52	0
Rachetée	27	167,58	117,47
Transigée, avec $P_m > P_e$	13	63,30	92,06
Transigée, avec $0,20 < P_m < P_e$	70	423,66	221,05
Transigée, avec $P_m < 0,20 P_e$	55	326,48	25,76
Non disponibles	2	170	na
Total des émissions ouvertes évaluées	177	1027,54	456,35
Total des émissions (estimation)	211	1054,55	468,30

P_m = Prix au marché au 31/12/1990, P_e = Prix d'émission

d'opportunité des investisseurs. L'emploi de l'indice équipondéré ramène cette perte à 203,5 M\$.

5.2 L'impact du RÉAQ-D

Trois quantités sont estimées à l'aide des prospectus de 130 émissions totalisant 744,5 M\$, soit 71% des fonds recueillis. Il s'agit de la rémunération des courtiers, des frais d'émission et de la partie de l'émission destinée au rachat d'actions existantes.

La rémunération du courtier est l'écart qui sépare le produit brut (versé par les investisseurs) du produit net perçu par l'entreprise émettrice. Il représente ici 11,85% du produit brut. Les autres frais liés à l'émission sont évalués à 3,03% du produit brut. Bien qu'ils ne soient pas déduits du montant de l'émission, ces frais réduisent l'impact de cette dernière sur la capitalisation, et doivent donc être pris en compte. Comme le PAC couvre une partie de ces frais, les montants reçus dans le cadre de ce programme sont également comptabilisés. Enfin, 5,2% du produit net des émissions étudiées était destiné au rachat d'actions ou au remboursement de prêts d'actionnaires. Appliqués à l'ensemble des émissions, ces pourcentages permettent d'estimer à 831,60 M\$ la valeur comptable de l'augmentation des fonds propres imputables au RÉAQ-D. Le calcul s'effectue de la façon suivante:

Produit brut des émissions (PB)	1054,55
Rémunération des courtiers (,1185 PB)	- 124,96
Produit net des émissions (PN)	929,59
Frais d'émission (,0303 PB)	- 31,95
Subventions PAC	+ 17,70
Rachat d'actions (,052 PN)	- 48,34
VCAFP	= 831,60

Le calcul de la valeur marchande de l'augmentation des fonds propres demande que l'on s'intéresse au comportement des émissions sur le marché secondaire. On doit alors distinguer quatre groupes d'émissions, décrits au tableau volet B du tableau 2. Un premier groupe est composé de 32 émissions qui n'ont pas été suivies d'entrée en Bourse, après avoir recueilli 25,3 M\$. Aucune information n'est évidemment disponible quant à la situation actuelle de ces entreprises, et nous ferons l'hypothèse d'une évolution similaire à celle des 179 émissions qui ont été inscrites en Bourse.

Un second groupe est composé d'entreprises qui sont actuellement en faillite, ou dont les transactions en Bourse ont été suspendues à la suite de difficultés financières. Ces émissions constituent une perte nette de 46,5 M\$. Le troisième groupe est composé de 27 émissions dont les titres ont été rachetés, fusionnés ou échangés. Dans cinq cas, les titres ont été rachetés à un prix supérieur au coût d'émission. Dans trois cas, le taux de rendement réalisé par les investisseurs a été

supérieur à celui de l'indice TSE au cours de la même période. Seize émissions ont été rachetées à moins de 20% du prix initial, pour un montant total de 117,5 M\$. Les investisseurs avaient versé initialement 167,6 M\$ pour acquérir les titres.

Enfin, un quatrième groupe est composé des 140 émissions qui sont toujours transigées. Il peut être arbitrairement décomposé en trois catégories. Dans la première se trouvent 13 émissions qui se transigent à un prix supérieur au prix d'émission. Deux titres (sur 177) ont eu un rendement supérieur à celui de l'indice TSE 300 depuis leur émission. Cinquante-cinq titres, qui représentent près du tiers des montants émis, se transigent actuellement à moins de 20% du prix d'émission¹², et 70 émissions ont perdu entre 1 et 79% de leur valeur. Deux émissions, composées d'unités, n'ont pu être analysées.

Depuis leur émission, la valeur des titres inscrits en Bourse est passée de 1027,5 M\$ à 456,3 M\$, ce qui représente une dépréciation de 55,6%. Cinq des 177 titres listés ont procuré à leurs détenteurs un taux de rendement supérieur à celui de l'indice TSE, alors que 83 émissions, qui se sont dépréciées de plus de 80%, peuvent être considérées comme des échecs. L'application du pourcentage de dépréciation au total des produits bruts permet d'évaluer la valeur marchande de l'augmentation des fonds propres (VMAFP) à 468,35 M\$.

5.3 Mesures de performance

La seconde colonne du tableau 4 récapitule les principaux résultats de l'analyse du RÉAQ-D. Les montants versés dans le cadre du PAC ont été ajoutés aux crédits accordés. L'indice brut est de 0,36. La dépréciation importante des placements fait que le coût accumulé par dollar de capitalisation subsistant à la fin de 1990 est de l'ordre de 1,13 \$, alors que le coût total est de 1,61 \$ ou de 1,79 \$ suivant l'indice employé. Le RÉAQ-D a donc été très coûteux, tant pour le gouvernement que pour les investisseurs. La troisième colonne donne les résultats similaires lorsque le PAC est omis.

6. LE FONDS DE SOLIDARITÉ

Le FSTQ est un fonds d'investissement en capital de risque, créé par la Loi 192, (sanctionnée le 23 juin 1983) qui a pour fonction principale d'investir dans des entreprises québécoises et de leur fournir des services pour créer, maintenir ou sauvegarder des emplois. Les entreprises admissibles doivent avoir un actif inférieur à 25 M\$ ou un avoir net inférieur à 10 M\$. Le FSTQ peut être assimilé à un programme d'aide à la capitalisation dans la mesure où son premier objectif est de «faire des investissements dans l'entreprise québécoise» et que sa Loi l'oblige à investir 60% de son actif sous forme de capital de risque.

12. La stimulation de l'entrée en Bourse des entreprises de petite taille par l'abaissement des normes d'admission et les programmes fiscaux semble donc être un échec, qui n'est d'ailleurs pas limité aux EVD. Dans la catégorie des entreprises intermédiaires, les émissions de moins de 40 M\$ ont provoqué une perte d'opportunité de 61,2 M\$, pour un produit brut de 394,7 M\$.

L'achat d'actions du FSTQ donne droit à deux crédits d'impôts (aux niveaux provincial et fédéral), qui représentent 40% du montant investi. La déduction était plafonnée à 1400 \$ pour une mise de fonds annuelle de 3500 \$. Ces titres peuvent être placés dans un régime enregistré d'épargne retraite (REÉR) et procurer une réduction d'impôt supplémentaire. Pour l'investisseur imposé au taux combiné de 40%, le coût net d'acquisition est donc de 2 \$ par 10 \$ effectivement investis. Cependant, les actions du FSTQ se substituent à d'autres titres dans le REÉR et n'accroissent pas le montant de déduction du contribuable.

Les gouvernements provincial et fédéral ont prêté chacun 10 M\$ pour faciliter le démarrage du FSTQ. Ce montant a été transformé en actions de classe G, sans dividendes ni droits de vote, dont les détenteurs assument prioritairement les déficits. Dans cette étude, ces montants sont considérés comme des subventions, mais les intérêts versés au gouvernement du Québec jusqu'en 1986 seront déduits des crédits accordés. Depuis 1989, le FSTQ bénéficie d'une exemption totale d'impôt.

6.1 *Les coûts du FSTQ*

Le coût fiscal

Le tableau 3 récapitule les coûts assumés par les deux paliers de gouvernement à propos du FSTQ. Les mises de fonds de démarrage ultérieurement converties en actions non participantes s'ajoutent aux coûts fiscaux composés du crédit d'impôt au titre du FSTQ, du crédit d'impôt au titre du REÉR et de la déduction fiscale accordée à partir de 1989.

La mise de fonds initiale de 20,23 M\$ doit être comptabilisée comme une subvention. Les crédits accordés par le gouvernement du Québec ont été obtenus directement de Revenu Québec, et multipliés par 4 pour tenir compte de l'inclusion possible des titres dans les régimes enregistrés d'épargne retraite¹³, ainsi que la possibilité de réclamer les déductions aux deux paliers de gouvernement. Les déductions totales accordées jusqu'en 1990 sont de l'ordre de 245 M\$. De plus, les deux paliers de gouvernement ont accordé une exonération d'impôt au FSTQ, qui lui a permis de comptabiliser un poste extraordinaire de 2,7 M\$ à ce titre en 1989. En 1990, l'écart entre l'impôt payé et celui qui aurait dû l'être peut être estimé à 3,4 M\$. Ces montants doivent être comptabilisés¹⁴. Ils portent le coût total du FSTQ

13. Il est évidemment possible qu'une partie des titres n'ait pas été placée dans de tels programmes. Nous avons retenu l'hypothèse d'une inclusion totale pour deux raisons. La première est que le FSTQ axe l'ensemble de sa publicité sur des calculs de rendements qui tiennent compte de l'utilisation des REÉR, ce qui lui permet d'annoncer un coût net des actions égal à 20% de leur coût réel. En second lieu, si on n'accepte pas l'hypothèse d'inclusion des titres dans les REÉR, il faut comptabiliser une perte d'opportunité pour les investisseurs. Les coûts supportés par les uns et les autres seront différents, mais le coût total du Fonds sera le même.

14. On peut défendre que si le Fonds n'existait pas, ces revenus fiscaux n'aurait pas été perçus par le gouvernement. Ce raisonnement ne tient cependant pas si l'on observe que les revenus du Fonds proviennent des intérêts reçus pour la détention d'un portefeuille de titres négociables (obligations et hypothèques) d'environ 150 M\$ en 1990. En l'absence du Fonds, ces titres auraient de toute façon été détenus et les revenus auraient été imposables.

à 270,4 M\$, après déduction des intérêts versés par le Fonds sur les prêts consentis par les gouvernements. L'accumulation de ces montants au taux des obligations gouvernementales porte le coût fiscal à 341,45 M\$ (tableau 3).

Le coût social

Entre sa création et 1990, le FSTQ a offert à ses actionnaires un taux de rendement de l'ordre de 4,72 %, si on se base sur l'appréciation de la valeur nette du titre¹⁵. Compte tenu de son activité dans le domaine du capital de risque et de l'exemption totale d'impôt dont il bénéficie, le FSTQ a une rentabilité très faible, et les titres se sont à peine appréciés en termes réels.

Le calcul du coût social est complexe, car les actionnaires du Fonds ne peuvent disposer de leurs titres qu'au moment de la retraite. Il faut donc tenter d'estimer le gain ou la perte d'opportunité qu'ils subiront à ce moment, puis l'actualiser pour 25 années. En effet, l'âge moyen des actionnaires se situe à 40 ans environ. Si les taux de rendement actuels se maintiennent, il est vraisemblable que les pertes d'opportunité seront faibles. En effet, 10 \$ placés à 4,72% vaudront 31,68 \$ après 25 ans, alors que 2 \$ placés à 12% (soit le taux de rendement de l'indice équilibré depuis

TABLEAU 3
ÉVALUATION DU COÛT FISCAL DU FSTQ

Année	Montant émis (M\$)	Crédits accordés au Québec (M\$)	Coût fiscal total (M\$)	Autres coûts (M\$)	Coût total (M\$)	Taux des obligations (%)	Coût accumulé (M\$)
1985	3,98			20,00	20,00	11,64	37,13
1986	16,41	8,72	34,86	-0,38	34,48	10,03	52,12
1987	48,87	12,01	48,05	-0,49	47,56	10,61	64,99
1988	67,47	13,27	53,07		53,07	10,84	65,43
1989	73,17	13,30	53,21	2,70	55,91	10,48	62,39
1990	70,00	14,00	56,00	3,39	59,39	11,59	59,39
Total	279,90	61,30	245,00		270,42		341,45

Le montant émis a été relevé dans les rapports annuels du FSTQ, alors que les crédits accordés ont été fournis par le Ministère du Revenu du Québec, sauf pour l'année 1990 où le montant a été estimé. Le crédit accordé par le gouvernement du Québec a été multiplié par 4 pour prendre en compte la déduction au niveau fédéral au titre du FSTQ et l'inclusion des actions dans des REÉR. Le résultat est inscrit dans la colonne des crédits totaux. Les autres coûts sont composés de la mise de fonds initiale des gouvernements et des impôts non perçus par ces derniers sur les revenus du Fonds. Le montant inscrit en 1988 correspond au poste extraordinaire qu'a rapporté le FSTQ à la suite de la Loi qui l'exemptait d'impôt, et le montant inscrit pour 1990 est obtenu en multipliant le bénéfice avant intérêt et impôts de 1990 par le taux d'impôt implicite de 1988.

15. L'action valait 10 \$ au 31 octobre 1984 et 13,19 \$ au 31 octobre 1990. L'évaluation du titre souffre évidemment des faiblesses qui ont été notées dans l'évaluation des placements.

20 ans) vaudront 34 \$. Nous ne comptabilisons donc pas de perte d'opportunité pour le FSTQ, même s'il faut observer que les investisseurs ne sont pas compensés pour la non-liquidité du titre ni pour le risque supplémentaire qu'ils assument. Contrairement aux autres programmes étudiés ici, l'importance des crédits d'impôts est telle que la perte d'opportunité est presque entièrement transférée des investisseurs aux gouvernements.

6.2 L'impact du FSTQ

Bien que le FSTQ soit une entreprise publique soumise aux exigences de divulgation, il est impossible d'estimer correctement la valeur exacte des placements réalisés, donc l'impact réel sur la capitalisation des entreprises. En effet, les rapports annuels ne rapportent que les coûts d'acquisition des placements et un poste global de plus-value non matérialisée. Cette plus-value est estimée en utilisant toute la latitude que laisse le manuel de l'ICCA en termes d'évaluation des placements. La méthode de la cote pondérée est utilisée, *sauf exceptionnellement dans les cas où cette valeur ne reflète pas adéquatement la juste valeur marchande, auquel cas ces participations sont évaluées à la valeur marchande* (états financiers 1989, note 3). L'adoption de cette méthode de réalisation des placements a permis au FSTQ d'augmenter la valeur des placements de 1,3 M\$ en 1989, ce qui représentait une appréciation de 7,1 % de la valeur des actions cotées détenues par le Fonds¹⁶. Il est donc impossible de connaître la valeur exacte des placements et même leur nature puisqu'une part très importante des placements du FSTQ (plus de 30 M\$) est faite dans d'autres fonds d'investissement dont il est impossible de connaître la composition. Jusqu'en 1990, des placements ont été surtout réalisés en obligations et actions de grandes entreprises. La valeur des investissements admissibles effectivement réalisés¹⁷ représente 112 M\$ à la fin de 1990, pour un coût

16. La méthode de comptabilisation des placements, bien qu'acceptable pour l'ICCA, conduit à des résultats qui laissent perplexes. À l'annexe 1, les placements sont divisés en trois groupes. Le premier est composé de titres valant 173 M\$, acquis en 1990, dont on ne peut s'attendre à des changements de valeur. Le second est composé de placements dont nous avons pu estimer le coût d'acquisition (22,6 M\$) et la valeur au 31 octobre 1990, soit 13,7 M\$. Le troisième groupe est composé de titres acquis pour 38,3 M\$ dont la valeur au 31 octobre 1990 devrait être de 64,4 M\$. Ce montant est donné par le coût d'acquisition auquel s'ajoute la plus-value non matérialisée (17,1 M\$) et la dépréciation des placements de la seconde catégorie (8,9 M\$). Il semble donc que le FSTQ ait réalisé une perte de 39% sur les placements dont il est possible de connaître la valeur et un gain de 67% sur les autres investissements.

17. Nous n'avons pas tenu compte des fonds engagés mais non déboursés à la suite de la constatation suivante. En octobre 1989, les investissements effectivement réalisés représentaient 60 millions de \$ et les fonds engagés mais non déboursés représentaient 46,4 M\$. En octobre 1990, les placements effectivement réalisés sont de 117 M\$, en hausse de 59,7 M\$. 78% des investissements de l'exercice 1990 étaient donc autorisés en octobre 1989. Cela traduit un processus de placement très lent, ou un ralentissement du rythme de placements du fonds. Dans l'un ou l'autre cas, il semble plus juste d'attribuer les placements à l'année où ils sont effectivement réalisés. L'importance des fonds engagés mais non déboursés, considérés comme des placements ainsi que le mode d'évaluation des placements permettent au Fonds d'approcher l'objectif de placement dans l'entreprise québécoise que lui impose sa Loi. Le FSTQ doit détenir des placements non garantis pour un montant équivalent à 60% de l'actif à la fin de l'exercice précédent. À la fin de l'exercice 1990, les placements effectivement déboursés, évalués au coût d'acquisition valent 97,1 millions, ce qui représente 33% de l'actif à la fin du précédent exercice.

d'acquisition de 97,1 M\$. Compte tenu des observations de la note 16, la valeur marchande des placements du FSTQ est évaluée au coût d'acquisition.

6.3 Mesures de performance

Pour réaliser des placements de 97,1 M\$, le FSTQ a provoqué des dépenses fiscales et reçu des subventions totalisant 270,4 M\$ (tableau 4). L'indice brut de performance est de 2,78 et le FSTQ constitue donc le plus inefficace des moyens mis en place par le gouvernement pour améliorer la capitalisation des entreprises. L'accumulation des crédits porte le coût par dollar investi à 3,52 \$. Le coût total est identique, si l'on admet que les investisseurs n'ont pas subi de perte d'opportunité.

TABLEAU 4
COÛTS, AVANTAGES ET MESURES DE PERFORMANCE
DES PROGRAMMES D'AIDE À LA CAPITALISATION

	SOSEQ	RÉAQ-D et PAC	RÉAQ-D	FSTQ	TOTAL
Montant versé par les investisseurs	24,00	1054,55+ 17,7	1054,55	229,89	1326,14
Valeur comptable de l'accroissement des fonds propres (VCAFP)	10,90	831,60	831,60	97,14	939,64
Valeur marchande de l'accroissement des fonds propres (VMAFP)	4,30	468,34	468,34	97,14	569,78
Crédits bruts et subventions	12,87	314,79 + 17,7	314,79	270,40	615,76
Crédits accumulés (coût fiscal)	25,14	515,94 + 34,82	515,94	341,45	917,35
Coût d'opportunité (coût social)	11,50	203,50	203,50	0,00	215,00
Coût total	36,64	754,26	719,44	341,45	1 132,35
Indice brut	1,18	0,36	0,38	2,78	0,66
Coût fiscal par \$	5,85	1,13	1,10	3,52	1,61
Coût total par \$	8,52	1,61	1,54	3,52	1,99

L'indice brut s'obtient en divisant la valeur comptable de l'accroissement des fonds propres (VCAFP) par le montant total des crédits et subventions, non capitalisés. Le coût fiscal par \$ de capitalisation est calculé en divisant la valeur marchande de l'accroissement des fonds propres (VMAFP) par la valeur cumulée des crédits et subventions qui compose le coût fiscal. Le coût total est calculé en divisant la VMAFP par la valeur cumulée des crédits et subventions à laquelle s'ajoute la perte d'opportunité des investisseurs, estimée à l'aide de l'indice équi pondéré, qui mesure le coût social.

CONCLUSION

Depuis 1979, le gouvernement du Québec et, dans une moindre mesure, celui du Canada ont accordé 615,76 millions de \$ sous forme de crédits d'impôt et de subventions pour promouvoir la capitalisation des entreprises de petite taille. Le coût fiscal accumulé des quatre programmes étudiés ici est de 917,35 millions de \$, alors que les investisseurs ont encouru des pertes de 215 millions de \$. Le coût total des initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation s'établit donc à 1,132 milliards de \$. L'augmentation de la valeur des fonds propres des entreprises visées est évaluée à 569,78 millions de \$, en décembre 1990. Les programmes d'aide à la capitalisation semblent donc peu efficaces. Chaque \$ de capitalisation supplémentaire a coûté près de 2 \$ aux gouvernements et aux investisseurs. Deux explications peuvent être avancées. La première est liée à la médiocre qualité des placements effectués, la seconde au comportement des intermédiaires.

Les fonds sont généralement investis dans des entreprises peu rentables. Entre leur émission et décembre 1990, seulement trois des 270 placements étudiés (sur un total de 340) se sont appréciés plus rapidement que l'indice équilibré du marché boursier. Plus de la moitié des placements ont une valeur nulle ou inférieure à 20% du prix d'émission en décembre 1990. Il semble donc difficile de prétendre que les programmes d'aide à la capitalisation permettent la réalisation de projets rentables que le marché était incapable de financer. L'analyse qui est menée ici montre plutôt que la très grande majorité des projets financés dans le cadre des programmes d'aide à la capitalisation n'ont pas été en mesure de procurer un taux de rendement compatible avec leur niveau de risque. Cette observation contredit la justification de l'intervention de l'État dans le domaine de la capitalisation, basée sur l'argument du mauvais fonctionnement des marchés financiers.

Les intermédiaires impliqués dans le fonctionnement des programmes ont capturé une partie importante des fonds: environ 12% dans le cas des courtiers et près de 20% dans le cas du FSTQ dont le fonctionnement a coûté plus de 40 M\$ entre 1987 et 1990. Par ailleurs, les banques ont été en mesure de récupérer une partie importante des fonds investis. Dans le cas du RÉAQ-D, 35,2% du produit net des émissions a servi au remboursement de dettes externes. La forme même de l'intervention de l'État dans le domaine de la capitalisation semble donc mériter un examen approfondi.

Cette analyse néglige certains coûts et certains avantages intangibles: maintien ou création d'emplois, accroissement de l'activité de la Bourse et des firmes de courtage, etc... Comme toute étude avantages-coûts, celle qui est présentée ici est limitée à l'étude des quantités mesurables et aux impacts directs des programmes étudiés. Toutefois, en dépit de ces limites, l'étude qui est présentée ici plaide pour un réexamen sérieux de la justification et des modalités de l'intervention gouvernementale dans le domaine de la capitalisation des entreprises de petite taille.

ANNEXE 1

ANALYSE DES PLACEMENTS DU FSTQ

	Coût d'acquisition estimé	Valeur marchande estimée	Taux de rendement
Catégorie 1:			
Placements effectués en 1990	17 332	17 332	0%
Catégorie 2:			
Placements dont la valeur est connue			
Camions P. Thibault ¹	2 680	0	
Domicil ²	890	0	
Groupe Premier ³	9 000	4 352	
Groupe Harricana ⁴ Actions acquises	960	288	
Cabano Expéditex	2 000	635	
IAF Biochem ⁶	7 025	8 363	
	22 555	13 638	-39%
Catégorie 3:			
Autres placements	38 346	64 379 ⁷	+67%

1. Entreprise en faillite (Le Devoir, 6 avril 1990). Le FSTQ a placé 3,369 M\$ dans cette entreprise, et garanti pour 1,496 M\$ de prêts. Aucune note relative à cette entreprise n'apparaît aux états financiers.

2. Titre retiré de la cote le 24/8/90, en raison de problèmes financiers (Tableau des titres de la Bourse de Montréal, Août 1990).

3. Le FSTQ acquiert 30 000 actions de Tourbe du St-Laurent en 1987, à 100 \$ l'unité. Ces actions ont été échangées contre 504 202 actions ordinaires (cat. 8) de Entreprise Premier au 28/09/87, au prix de 5,95 \$. Le 22 mai 1990, le FSTQ fait une offre d'acquisition pour 4 615 385 actions de catégories B et D (échangeables un pour un) au prix de 1,30 \$ l'unité (Rapport annuel 1990 de Entreprise Premier, page 11, note 17). Le FSTQ détient donc 5 119 587 actions de Groupe Premier. Il a été impossible de déterminer l'origine des 753 375 \$ qui s'ajoutent, au fil des ans, aux montants officiellement investis.

4. Le FSTQ semble avoir acquis 240 000 actions ordinaires à 4 \$ en 1987, ainsi que 250 000 actions privilégiées rachetables à leur valeur initiale en janvier 91. Le montant investi sous forme d'actions votantes augmente au fil des ans, sans qu'il soit possible de savoir si les titres ont été acquis de l'entreprise ou sur le marché. Le titre se transigeait pour 1,20 \$ au 31/10/90.

5. Le FSTQ a acquis 500 000 actions ordinaires au prix de 4\$ l'unité. Ces actions se transigeaient à 1,27 \$ au 31/10/90. 20 000 actions de catégorie 1 ont également été acquises, pour 2 millions de \$. Ces titres ne semblent pas être transigés.

6. Le FSTQ rapporte avoir acquis les titres d'IAF Ic 21/12/89. Ceux-ci se transigeaient alors pour 10,50 \$. Au 31/10/90, le prix du titre était de 12,50 \$.

7. Coût d'acquisition des actions (78 233 \$) + Plus value non matérialisée (17 166 \$) - Coût des placements effectués en 1990 (17 332 \$) - Valeur marchande des placements dont la valeur est connue (13 638 \$) = Valeur des autres placements: 64 379 \$.

BIBLIOGRAPHIE

- ANDERSON, L.G., et R. SETTLE (1990), *Analyse coûts avantages*, traduit par H. THIBEAULT et G. GAUTHIER, Sillery, Québec, Presses de l'Université du Québec.
- BERNSTEIN, J.I. (1986), «The Effect of Direct and Indirect Tax Incentive on Canadian Industrial R&D Expenditures», *Canadian Public Policy/Analyse des politiques*, vol. 12, n° 3: 438-448.
- BIRD, R.M., M. BUCOWSKY et A. YATCHEW (1985), «Tax Incentive for Film Production: The Canadian Experience», *Public Finance Quarterly*, vol. 13, n° 4, octobre: 396-421.
- BOUCHER, M. (1985), «Le Régime d'épargne-actions du Québec: mal réellement nécessaire?», *Canadian Public Policy/Analyse des politiques*, vol. 11, n° 2: 196-205.
- Chambre de Commerce du Québec, *La croissance des petites et moyennes entreprises au Québec*, Montréal, 1974.
- Commission québécoise sur la capitalisation des entreprises, *La capitalisation des entreprises au Québec*, Rapport au Ministre de l'Industrie, du Commerce et du Tourisme, Québec, 1984.
- DALY, M., J. JUNG et T. SCHWEITZER (1986), «Toward a Neutral Capital Income Tax System», *Canadian Tax Journal*, vol. 34, n° 6: 1330-1376.
- DELISLE, A., *Objectifs des propositions budgétaires et fiscales québécoises concernant l'augmentation des fonds propres externes des entreprises québécoises*, Conférence présentée lors du Séminaire sur les nouvelles sources de financement de l'entreprise québécoise, Québec, septembre 1985.
- DUFOUR, J.M. et D. RACETTE (1986), «Une évaluation économique du financement public des exportations», *Canadian Public Policy/Analyse des politiques*, vol. 12, n° 4: 584-595.
- GÉRA, S. (1987), «An Evaluation of the Canadian Employment Tax Credit Program», *Canadian Public Policy/Analyse des politiques*, vol. 13, n° 2: 196-207.
- JOBIN, J. et J.M. DUFOUR (1985), «Mesure et incidence des dépenses fiscales au Québec», *L'Actualité économique*, vol. 61, n° 1: 93-111.
- MARTIN, M. (1984), *Le Régime d'épargne-actions du Québec - Un programme unique en Amérique du Nord*, Montréal, Commission des Valeurs Mobilières du Québec.
- MARTIN, M. (1985), *Le Régime d'épargne-actions du Québec - Mise à jour et synthèse des principales données pour les années 1979 à 1984*, Montréal, Commission des Valeurs Mobilières du Québec.
- MARTIN, M. (1987), *Le Régime d'épargne-actions du Québec - Sept ans plus tard*, Montréal, Commission des Valeurs Mobilières du Québec.

- MARTIN, M. (1987), *Le Régime d'épargne-actions du Québec - À un tournant*, Montréal, Commission des Valeurs Mobilières du Québec.
- MASLOVE, A.M. (1980), «The Distributive Effects of Tax Expenditures: A Suggested Methodology and An Example», *Canadian Taxation*, vol. 2, n° 4: 225-227.
- PAYETTE, M. et F. VAILLANCOURT (1986), «L'incidence des recettes et dépenses gouvernementales au Québec en 1981» *L'Actualité économique*, vol. 62, n° 3: 409-441.
- SAINT-PIERRE, J. et J.M. SURET (1984), *Le capital de risque au Québec: le cas des SODEQ*, rapport en trois volumes, Ministère des finances du Québec.
- SURET, J.M. (1990), «Les initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation des entreprises: le point de vue des investisseurs», *Canadian Public Policy/Analyse des politiques*: 121-133.
- SURET, J.M., E. CORMIER et B. LEMAY (1990), «Le RÉAQ et la sous-évaluation initiale du prix des titres», *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol. 7, n° 3, 1990: 47-56.
- SURREY, S.S. et P.R. MC DANIEL (1985), *Tax Expenditures*, Harvard University Press, Cambridge.